

М. В. Фомин

ИЗДЕРЖКИ НЕСОСТОЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ: ВИДЫ И СПОСОБЫ ОЦЕНКИ

Санкт-Петербургский государственный университет, Российская Федерация, 199034,
Санкт-Петербург, Университетская наб., 7/9

В статье представлена авторская классификация издержек несостоятельности, оценки которых необходимы менеджменту компании при принятии решений о структуре капитала. Выявлен ряд проблем существующей классификации, обусловленных использованием неточной терминологии, неверным применением концепции оптимальной структуры капитала, отсутствием в классификации издержек преодоления несостоятельности (реструктуризации), а также обобщены методы оценки величины издержек несостоятельности. Показано, что большинство исследований по оценке этих издержек сфокусировано на издержках кредиторов, в то время как выбор структуры капитала должен опираться на издержки акционеров, а издержки кредиторов зависят не только от выбранной структуры капитала, но и от других факторов.

Ключевые слова: издержки несостоятельности, финансовая неустойчивость, издержки банкротства, теория компромисса, структура капитала.

COSTS OF INSOLVENCY: TYPES AND ESTIMATION APPROACHES

M. V. Fomin

St. Petersburg State University, 7/9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation

The purpose of the article is to construct a new classification of costs of insolvency, estimations of which are needed for management to choose optimal capital structure. To handle the purpose of the study, academic articles, related to bankruptcy costs, insolvency costs and the costs of financial distress with specific attention to cost classification, estimation methods and empirical results, have been reviewed.

The findings of the paper are as follows. The traditional classification of insolvency costs divides them into direct and indirect costs. Firstly, it is shown that current methodology can only estimate aggregate effect of indirect insolvency costs and cannot distinguish their effect. Secondly, the direct insolvency costs are taken by creditors, not shareholders. Furthermore, there is empirical evidence that direct insolvency costs depend not on capital structure, but on other factors (secured claims, asset specificity and liquidity). This makes such costs irrelevant to trade-off theory because it assumes that insolvency costs depend on capital structure. Thirdly, the traditional classification omits costs of restructuring which are taken not by creditors, but by shareholders and thus are relevant for them.

The paper has several implications. Firstly, research on optimal capital structure should focus more on indirect costs and costs of restructuring because those costs are relevant for shareholders. Secondly, the practical implication of the paper is assigning costs estimation methodologies to different types which is relevant to practitioners because the literature is silent on how to measure the costs.

Keywords: insolvency costs, financial distress, bankruptcy costs, trade-off theory, capital structure.

ВВЕДЕНИЕ

Вопросы управления структурой капитала (источниками финансирования деятельности компании) относятся к области корпоративных финансов и рассматриваются в теориях структуры капитала. Выбор структуры капитала с чрезмерным долгом сопряжен с рисками финансовой неустойчивости и несостоятельности. Задачей менеджмента корпорации является выбор такой структуры капитала, при которой налоговые выгоды равны издержкам несостоятельности. Для этого необходимо оценить издержки несостоятельности. Кроме того, в случае финансового кризиса компании перед менеджментом может встать вопрос о выборе между разными способами преодоления несостоятельности — продажей активов или получением дополнительного финансирования. Каждый из них сопряжен с издержками, которые необходимо оценить и сопоставить.

Рассмотрению издержек несостоятельности посвящено большое количество работ. В общепринятой классификации для их обозначения используется термин «банкротство», и они разделяются на прямые, непосредственно связанные с процедурой банкротства, и косвенные, к которым относится упущенная выгода. Основное внимание уделяется судебным затратам и убыткам из-за недостаточности имущества для удовлетворения требований кредиторов в полном объеме.

В исследованиях по издержкам несостоятельности можно выделить ряд проблем. Некоторые термины используются непоследовательно. Более того, их смысловое наполнение меняется в зависимости от контекста. Это связано с тем, что издержки несостоятельности и банкротства несут разные субъекты корпоративных отношений (акционеры и кредиторы), интересы которых различаются. В общепринятой классификации этот аспект упускается из виду. Кроме того, мало внимания уделяется издержкам, связанным с действиями менеджмента компании по преодолению несостоятельности: продаже активов, привлечению долгового или акционерного финансирования. Вместе с тем эти издержки так же важны, как и судебные затраты или недостаточность имущества для удовлетворения требований кредиторов в случае банкротства. Однако в литературе основной акцент сделан на банкротстве, а не на несостоятельности. В последнее время большинство публикаций фокусируется на проблемах несостоятельности. Все это требует уточнения терминологии и классификации разных видов издержек.

Издержки несостоятельности изучались в рамках теории компромисса между налоговыми выгодами и издержками несостоятельности. Согласно этой теории каждой структуре капитала соответствуют некоторые налоговые выгоды и издержки несостоятельности. Задачей менеджмента является выбор оптимальной структуры капитала, при которой издержки равны выгодам. Для этого необходимо оценить издержки несостоятельности. Однако в теории компромисса методам оценки издержек отводилась незначительная роль. Это объясняется тем, что изначально под издержками понимались судебные затраты, величину которых можно оценить, базируясь на первичной информации (судебных делах о бан-

кротстве). В дальнейшем круг рассматриваемых издержек расширился, что потребовало развития методов их оценки.

Цель статьи — создание новой классификации издержек несостоятельности. Для ее достижения был проведен обзор исследований по издержкам несостоятельности, направленный на выявление видов издержек и способов их оценки. Предложенная в работе классификация подразделяет издержки на три группы — финансовой неустойчивости, преодоления несостоятельности (реструктуризации), ликвидации — и учитывает субъекта корпоративных отношений, к которым они относятся.

В обзор включены исследования как по издержкам финансовой неустойчивости, так и по издержкам банкротства компаний. Это объясняется рядом причин. Во-первых, перед банкротством компания, как правило, находится в финансово неустойчивом состоянии. Во-вторых, как показывают эмпирические работы, в случае несостоятельности обе группы издержек могут оказаться существенными. В-третьих, термины «несостоятельность» и «банкротство» часто используются как взаимозаменяемые. Академические публикации отбирались по запросам ключевых слов *insolvency* («несостоятельность»), *bankruptcy costs*, *insolvency costs* («издержки несостоятельности»), *financial distress* («финансовая неустойчивость»), *capital structure* («структура капитала»). В работе не рассматриваются исследования, посвященные юридическим аспектам данной проблемы (законодательство о банкротстве).

Статья состоит из трех частей. В первой части приведен краткий обзор классических и современных исследований по издержкам несостоятельности в рамках теории компромисса. Во второй — рассмотрены эмпирические работы по оценке величины издержек несостоятельности. В третьей части предложена классификация издержек, которая устраняет выявленные проблемы. В заключении сформулированы основные выводы статьи.

ИЗДЕРЖКИ НЕСОСТОЯТЕЛЬНОСТИ В ТЕОРИИ КОМПРОМИССА: ОБЗОР ИССЛЕДОВАНИЙ

В исследованиях издержек несостоятельности присутствует непоследовательность в применении основных терминов; смысл некоторых из них изменялся со временем. В связи с этим представляется важным раскрыть используемые в статье понятия и термины, а также их отличий от общепринятых. В работе ключевым понятием является «несостоятельность». Под несостоятельностью понимается недостаточность ликвидных средств для исполнения финансовых обязательств, под финансовой неустойчивостью — риск неисполнения финансовых обязательств в будущем. Издержки несостоятельности включают издержки финансовой неустойчивости, издержки преодоления несостоятельности (реструктуризации) и издержки ликвидации. Издержки несостоятельности целесообразно рассматривать в порядке их возникновения. Если компания становится финансо-

во неустойчивой (появляется риск неисполнения финансовых обязательств), то возникают различные издержки, среди которых: сокращение доли рынка, прибыльности, убытки из-за отказа предоставления финансирования и др. Для обозначения этих издержек используется термин «издержки финансовой неустойчивости». В случае неисполнения финансовых обязательств компания может реструктурировать финансовые обязательства, например, с помощью привлечения дополнительного финансирования или продажи активов. Для несостоятельной компании эти действия, как правило, совершаются на невыгодных условиях. Возникающие убытки называются издержками преодоления несостоятельности или реструктуризации. Следует отметить, что реструктуризация может проводиться в рамках процедуры банкротства или в добровольном порядке. В случае невозможности реструктуризации обязательств компания может быть признана банкротом и ликвидирована. Для обозначения возникающих в этом случае убытков используется термин «издержки ликвидации».

Классическая теория компромисса. Согласно теории компромисса при выборе оптимальной структуры капитала менеджмент должен найти баланс между налоговыми выгодами и издержками несостоятельности. Теория компромисса [Kraus, Litzenberg, 1973; Miller, 1977] стала ответом на проблемы теоремы Модильяни–Миллера [Modigliani, Miller, 1958; 1963], из которой следовало, что при учете процентов по долгу при исчислении налога на корпоративную прибыль оптимальной структурой капитала является 100%-е долговое финансирование [Miller, 1977], что не соответствует практике. Так появилась теория компромисса, в которой выгоды заемных средств нивелируются издержками финансовой неустойчивости. В данном случае структура капитала должна включать собственные средства, и задачей менеджмента является выбор оптимальной структуры капитала. Заметим, что еще Модильяни и Миллер указывали на издержки банкротства как фактор, который может уменьшать оптимальную долю долга [Modigliani, Miller, 1958, p. 274].

Издержки, возникающие до процедуры банкротства, в общепринятой классификации теории компромисса называются косвенными (indirect bankruptcy costs, indirect insolvency costs) [Warner, 1977; Altman, 1984; Andrade, Kaplan, 1997]. В последнее время в литературе для обозначения этих издержек стал применяться термин «издержки финансовой неустойчивости» (costs of financial distress), который более точно передает смысл определяемого явления, чем термин «косвенные издержки». Общепринятая классификация издержек несостоятельности приведена в табл. 1.

Изначально под издержками банкротства понимались судебные затраты [Warner, 1977]. Затем появились работы, в которых рассматривались издержки финансовой неустойчивости (они назывались «косвенными издержками несостоятельности», или «косвенными издержками банкротства») [Altman, 1984]. Они включали убытки из-за утраты деловой репутации, потерю доли рынка, рост стоимости финансирования. Общей чертой этих издержек является то, что они воз-

никают у оказавшихся в затруднительном финансовом положении корпораций. Косвенные издержки относятся к акционерам компании, а прямые — к кредиторам.

Таблица 1. **Общепринятая классификация издержек несостоятельности**

Вид издержек	Примеры
Прямые издержки (издержки банкротства)	Затраты на процедуру банкротства: государственные пошлины, вознаграждение юристов, административные сборы и т. д.
Косвенные издержки	Ущерб репутации, утрата доли рынка, затраченные усилия менеджмента по выходу из кризиса, упущенные возможности

С о с т а в л е н о п о: [Warner, 1977; Altman, 1984; Andrade, Kaplan, 1997].

В табл. 2 представлена эволюция взглядов на издержки несостоятельности.

Таблица 2. **Эволюция взглядов на сущность издержек несостоятельности**

Период, гг.	Авторы	Сущность издержек несостоятельности
1950–1960-е	[Modigliani, Miller, 1958]	Издержки несостоятельности отсутствуют
1970-е	[Kraus, Litzenberg, 1973; Miller, 1977; Warner, 1977]	Существуют издержки банкротства (судебные затраты), которые уравнивают налоговые выгоды от наличия долга
1980-е	[Altman, 1984; Pham, Chow, 1989; Andrade, Kaplan, 1997]	Существуют прямые (издержки банкротства) и косвенные издержки
1990-е	[Leland, 1994; Titman, Tsyplakov, 2007; Tsyplakov, 2008; Hortaçsu et al., 2013]	Существуют издержки снижения ценности активов (прямые издержки) и издержки финансовой неустойчивости (косвенные издержки)

Появление внимания к издержкам несостоятельности в 1970-е гг. связано с тем, что вывод теоремы Модильяни–Миллера, согласно которому при наличии

корпоративного налога на прибыль структура капитала состоит из 100%-го долгового финансирования, не соответствует практике. В качестве фактора, который ограничивает долю корпоративного долга, стали рассматриваться издержки банкротства, под которыми понимались судебные затраты. Однако ранние эмпирические исследования показали, что судебные затраты являются несущественными по величине для объяснения структуры капитала корпораций и не могут нивелировать налоговые выгоды корпоративного долга. Для объяснения этого противоречия было предложено учитывать косвенные издержки, включающие в себя убытки компании, вызванные неустойчивым финансовым положением. Эмпирические исследования показали, что косвенные издержки по величине могут сравняться с налоговыми выгодами корпоративного долга. Дальнейшее рассмотрение издержек несостоятельности проходило в рамках моделей структуры капитала. Моделирование издержек проводилось таким способом, что к ним относились не только затраты на процедуру банкротства, но и другие издержки, в силу которых снижается ценность активов.

Следует отметить, что в классических исследованиях под издержками банкротства понимались судебные затраты, а в современных — снижение ценности активов в ходе ликвидации компании.

Теория порядка финансирования [Myers, Majluf, 1984] является альтернативой теории структуры капитала. Структура капитала определяется предпочтениями менеджмента и собственников в отношении источников финансирования деятельности корпорации. В условиях информационной асимметрии собственники и менеджмент корпораций характеризуются следующей иерархией предпочтений источников финансирования: 1) внутренние источники (нераспределенная прибыль); 2) заемные средства; 3) дополнительный акционерный капитал. Теория порядка финансирования является позитивной теорией и не связана с издержками несостоятельности. Большое количество исследований было направлено на эмпирическое сравнение теории компромисса и теории порядка финансирования с целью определить теорию, наиболее точно характеризующую структуру капитала действующих корпораций.

Анализ показал, что нельзя отдать преимущество одной из этих двух теорий. В [Frank, Goyal, 2005] проведен обзор свыше 140 публикаций по структуре капитала. Как представляется, это самое масштабное метаисследование по данному вопросу. Его авторы пришли к выводу о том, что эмпирические исследования частично подтверждают, а частично опровергают обе теории. Было выявлено 17 закономерностей, представленных в виде стилизованных фактов. Два из них согласуются с теорией компромисса: 1) на длительных временных периодах уровень долга стабилен и возвращается к среднему значению; 2) отношение долга к рыночной оценке активов на длительном периоде также постоянно. Вместе с тем по результатам эмпирических исследований инвестиции примерно равны собственным средствам корпораций, а если и возникает финансовый дефицит (недоста-

точность собственных средств для инвестиций), то он финансируется преимущественно за счет заемных средств. Этот вывод свидетельствует в пользу теории порядка финансирования.

Современные исследования в рамках теории компромисса. Настоящий этап изучения проблематики издержек несостоятельности начался в 1990-е гг. Он отмечен разработкой моделей, направленных на преодоление недостатков теории компромисса. В этих исследованиях моделируются денежные потоки или ценность активов для оценки издержек несостоятельности.

Согласно теории компромисса существует положительная взаимосвязь между прибыльностью компании и ее долговой нагрузкой, однако этот вывод противоречит ряду эмпирических исследований [Frank, Goal, 2005; Dannis, Rettl, Whited, 2014]. В статье [Correia, Población, 2015] разработана модель, которая объясняет расхождения следующим образом: в условиях развития корпорации издержки несостоятельности увеличиваются быстрее, чем налоговые выгоды. По этой причине оптимальная структура капитала изменяется в сторону меньшей доли заемных средств.

Еще одним направлением модельных исследований является изучение динамики структуры капитала. В соответствии с теорией компромисса структура капитала должна постепенно приближаться к целевому (оптимальному) значению. Однако эмпирические исследования показали, что структура капитала иногда изменяется скачкообразно. В [Titman, Tsyplakov, 2007; Tsyplakov, 2008] разработана модель, в которой время на завершение инвестиционных проектов и издержки несостоятельности объясняют резкие колебания в структуре капитала. Автор исследования [Dudley, 2012] изучил инвестиционные решения и структуру капитала корпораций за 1972–2010 гг. Он указал на то, что при осуществлении крупных инвестиционных расходов корпорации выбирают источники таким образом, чтобы приблизить фактическую структуру капитала к целевой. Подобное поведение также демонстрируют корпорации, которые совершают крупные сделки по слияниям и поглощениям [Harford, Klasa, Walcott, 2009]. Это означает, что менеджмент корпораций руководствуется выбранной структурой капитала и придерживается ее при осуществлении крупных инвестиций.

Недостатком исследований теории компромисса является то, что они оценивают издержки по данным несостоятельных компаний. Этот метод не учитывает издержки несостоятельности компаний, у которых отсутствуют финансовые проблемы. Ожидаемые издержки могут быть настолько существенными, что будут вынуждать менеджмент придерживаться минимального уровня долга, при котором вероятность несостоятельности практически отсутствует. Такие компании не становятся несостоятельными и не попадают в выборки эмпирических исследований. В [Glover, 2016] разработана модель, в которой оцениваются ожидаемые издержки несостоятельности. Ожидаемые издержки несостоятельности для всех компаний составляли 45%, в то время как фактические издержки несостоятельных компаний достигли 25% от балансовой стоимости активов.

В большинстве публикаций моделирование ценности активов фирмы (Earnings Before Interests and Taxes — EBIT) осуществляется с помощью геометрического броуновского движения. Исключениями являются [Elliot, Shen, 2015; Glover, 2016], в которых для моделирования изменения состояния экономики и отрасли применяются марковские цепи. Это позволяет исследовать влияние состояния отрасли на структуру капитала. В работах показано, что колебания делового цикла увеличивают издержки несостоятельности.

В табл. 3 перечислены основные модельные исследования структуры капитала, в которых рассматриваются издержки несостоятельности.

**Таблица 3. Проблематика издержек несостоятельности
в модельных исследованиях структуры капитала**

Виды издержек несостоятельности	Исследования
Снижение ценности активов при ликвидации компании	[Kalaba et al., 1984; Leland, 1994; Miao, 2005; Nivorozhkin, 2005a; 2005b; Uhrig-Homburg, 2005; Hennessy, Whited, 2007; Titman, Tsyplakov, 2007; Tsyplakov, 2008; Gryglewicz, 2011; Nejadmalayeri, Singh, 2012; Dudley, 2012; Elkamhi, Ericsson, Parsons, 2012; Koziol, 2014; Sundaresan, Wang, Yang, 2014; Christensen et al., 2014; Xiang, Yang, 2015; Elliott, Shen, 2015; Gale, Gottardi, 2015; Correia, Población, 2015; Glover, 2016; Agliardi, Amel-Zadeh, Koussis, 2016]
Издержки привлечения дополнительного акционерного финансирования	[Uhrig-Homburg, 2005; Hennessy, Whited, 2007; Titman, Tsyplakov, 2007; Dudley, 2012; Dannis, Rettl, Whited, 2014]
Снижение операционного денежного потока или прибыли	[Hackbarth, Hennessy, Leland, 2007; Titman, Tsyplakov, 2007; Dannis, Rettl, Whited, 2014; Correa, Población, 2015; Gale, Gottardi, 2015]
Убытки при продаже активов	[Hennessy, Whited, 2007; Gale, Gottardi, 2015]
Издержки реструктуризации долга	[Titman, Tsyplakov, 2007; Tsyplakov, 2008; Elkamhi, Ericsson, Parsons, 2012; Karpavicius, 2014]
Утрата права на перенос убытков на будущее	[Christensen et al., 2014]

Итак, исследователи преимущественно рассматривали издержки кредиторов, поскольку они моделировались как разница между ценностью активов до начала

процедуры банкротства и после нее. Это означает, что под издержками понималось снижение ценности активов, вызванное любыми причинами.

Необходимо отметить важное свойство модельных исследований структуры капитала в контексте оценки издержек. Во многих из них величина издержек кредиторов была экзогенной. Для оценки влияния издержек на структуру капитала использовалось имитационное моделирование. В каждом случае банкротства величина издержек кредиторов полагалась равной заданному значению. Например, в [Correia, Población, 2015] значение параметра прямых издержек составляло 15%, в [Miao, 2005] — 20, в [Christensen et al., 2014] — 25, в [Agliardi, Amel-Zadeh, Koussis, 2016] — 60%. При выборе параметра авторы не учитывали вид активов, а применяли оценки издержек, полученные в эмпирических исследованиях. Использование экзогенного параметра для моделирования прямых издержек означает, что в случае ликвидации величина прямых издержек равна выбранному значению параметра.

Необходимо подчеркнуть существенное различие между прямыми издержками (издержками банкротства) в классических и в модельных исследованиях. В первых под издержками банкротства понимаются судебные затраты, тогда как во вторых издержки банкротства моделировались выражением αV_B , где V_B — ценность активов фирмы в начале процедуры банкротства, α — издержки банкротства, выраженные через долю активов. Однако ценность активов снижается не только в результате выплаты судебных пошлин, но и по другим причинам, например из-за прекращения деятельности и ликвидации специфических активов. Таким образом, при моделировании структуры капитала термин «издержки банкротства» стал использоваться для обозначения не только судебных затрат, но и других издержек.

Наконец, на величину убытков кредиторов перед банкротством могут влиять противоправные действия менеджмента или собственников, направленные на вывод активов компании в пользу этих лиц и в ущерб кредиторам (криминальное банкротство) [Бобылёва, 2003; Львова, 2012]. Этот фактор имеет важное значение в странах с плохо защищенными правами собственности.

Важно подчеркнуть, что издержки несостоятельности рассматриваются в теории компромисса. В общепринятой классификации они разделяются на прямые (издержки банкротства) и косвенные (издержки финансовой неустойчивости). В ранних исследованиях под прямыми издержками понимались судебные затраты. В современных исследованиях под прямыми издержками понимается снижение ценности активов для кредиторов в случае ликвидации компании.

КОЛИЧЕСТВЕННЫЕ ОЦЕНКИ ИЗДЕРЖЕК НЕСОСТОЯТЕЛЬНОСТИ В ЭМПИРИЧЕСКИХ РАБОТАХ

В рамках теории компромисса были проведены эмпирические исследования по оценке величины издержек несостоятельности. Одним из пробелов теории является отсутствие методологии оценки этих издержек, с помощью которых мож-

но определить величину издержек и выбрать оптимальную структуру капитала. Невнимание к методологии оценки издержек, вероятно, объясняется тем фактом, что в первоначальной версии теории компромисса учитывались только судебные затраты, информацию о которых можно было получить из материалов дел о банкротстве и из раскрывавшейся корпоративной отчетности.

Оценка прямых издержек. В общепринятой классификации под прямыми издержками понимаются затраты и убытки, вызванные процедурой банкротства. Как показывает обзор литературы, наиболее изученным видом прямых издержек являются судебные затраты. Эти издержки рассчитываются как часть балансовой стоимости активов фирмы. Необходимые данные собираются из архивных материалов судебных дел, отчетов компаний и иной документации.

В исследовании [Bris, Welch, Zhu, 2006] проводится сравнение эффективности процедур банкротства в соответствии с главами 7 и 11 законодательства о банкротстве США. По материалам судов в Нью-Йорке и Аризоне авторы собрали эмпирические данные, охватывающие около 300 дел о банкротстве публичных компаний за 1995–2001 гг., включая размер активов, отношение долга к капиталу и т. д. Согласно обработанной информации во время процедуры банкротства прямые издержки составили 2,5% (медиана) и 1,9% (медиана) от балансовой стоимости активов (главы 7 и 11 соответственно). По требованиям, обеспеченным залогом, кредиторы получили в среднем 94% от заявленных требований, а по не обеспеченным — 59% (т. е. потери кредиторов с обеспечением достигли 6%, а без обеспечения — 41%). Отмечалось, что издержки банкротства характеризуются большим разбросом значений и зависят от выбора центральной статистики и от подхода к оценке активов компании.

Авторы работы [Citron, Wright, 2008] рассмотрели издержки несостоятельности компаний с высоким уровнем долга. Они оценили издержки банкротства компаний, которые в 1990-е гг. перед банкротством проходили процедуру финансируемого выкупа менеджментом. Эти компании примечательны тем, что характеризуются высоким уровнем долговой нагрузки и поэтому представляют интерес для оценки издержек несостоятельности. Было обнаружено, что издержки банкротства таких компаний составили около 30% от балансовой стоимости активов.

Кроме оценки издержек банкротства по фактическим данным разрабатывались и другие способы оценок. В работе [Kalaba et al., 1984] для оценки издержек банкротства было предложено использовать метод квазилинейного оценивания (quasilinear estimation) по ценам корпоративных облигаций. Для теоретического обоснования модели авторы использовали гипотезу эффективности финансового рынка, согласно которой на эффективном рынке в ценах учитывается вся доступная информация (в данном случае — цены корпоративных облигаций включают ожидаемые издержки банкротства). Было показано, что разработанный метод позволяет оценить издержки банкротства, превышающие 5% от балансовой стои-

мости активов. Кроме того, на основе метода NPV (Net Present Value) авторами [Almeida, Philippon, 2007; Almeida, 2008] разработан метод, в котором для оценки издержек банкротства используются цены на корпоративные облигации. Его особенностью является то, что оценка издержек банкротства дается в зависимости от кредитного рейтинга компании и не учитывает другие факторы. Например, для эмитента с рейтингом AAA прямые издержки составляют 0,6%, а для эмитента с рейтингом BBB — 4,5% от капитализации компании. По мнению авторов, полученные издержки примерно равны налоговым выгодам. Как отмечается в [Lally, 2010], этот подход недооценивает издержки банкротства: на самом деле они как минимум вдвое выше.

Согласно законодательству о банкротстве США корпорации, которые обратились за защитой от кредиторов по главе 11, обязаны раскрыть информацию о ценности активов компании при продолжении своей деятельности и в случае ликвидации. Разница между этими оценками является издержками ликвидации компании. Такие оценки, как правило, предоставляются профессиональными оценщиками и инвестиционными банками. Например, авторы работы [Alderson, Betker, 1995] предложили оценивать издержки банкротства как разницу между ликвидационной стоимостью активов и их стоимостью при продолжении деятельности. По данным о банкротстве 88 компаний в соответствии с главой 11, авторы оценили издержки банкротства в размере 36,5%. В исследовании [Robertson, Tress, 1985] подобный метод применен для оценки издержек банкротства предприятий малого бизнеса Австралии. Разница между ценностью активов при продолжении деятельности и ликвидационной ценностью активов составила 59% от балансовой стоимости активов.

Итак, можно выделить следующие способы оценки издержек несостоятельности. Для оценки судебных затрат используются первичные материалы — дела о банкротстве. Для оценки снижения ценности активов в ходе банкротства применяются два метода: анализ цен облигаций и имитационное моделирование. Ключевым предположением первого метода является то, что цены корпоративных облигаций адекватно оценивают вероятность и величину убытков, а второго — использование при моделировании экзогенных величин издержек. Недостатком второго подхода является невозможность оценить величину издержек для каждого конкретного случая.

Оценка косвенных издержек. Косвенные издержки — это упущенная выгода компании из-за несостоятельности: потери клиентов, поставщиков, деловой репутации, нереализованные инвестиционные проекты, невозможность получить кредит на выгодных условиях.

Первые попытки оценить эти издержки были предприняты в 1980-е гг. (см., напр.: [Altman, 1984; Pham, Chow, 1989]). В [Pham, Chow, 1989] разработана модель оценки издержек на основе цен корпоративных облигаций, которые отражают риски дефолта компании по своим обязательствам. В [Altman, 1984]

косвенные издержки оценивались двумя методами: 1) как разница между ожидаемой прибылью компании (за три года до начала банкротства) и фактической прибылью; 2) как разница между прибылью, прогнозируемой аналитиками, и фактической прибылью. При применении первого метода оценки косвенных издержек составили 8–10% от капитализации компании, при применении второго — увеличились до 20%. Сравнение оценок издержек банкротства и налоговых выгод привело к выводу о том, что в большинстве рассмотренных компаний доля долга была выше оптимальной — издержки несостоятельности превосходили налоговые выгоды.

Как отмечалось, компании с чрезмерным долгом представляют повышенный интерес для оценки издержек несостоятельности [Citron, Wright, 2008]. Авторы [Andrade, Kaplan, 1997] исследовали издержки компаний с чрезмерным долгом, образовавшимся в результате сделок с высокой долговой нагрузкой, но они изучали не прямые, а косвенные издержки, причем оставили в выборке только те компании, чья финансовая неустойчивость не была связана с ухудшением экономической конъюнктуры. Обнаружилось, что снижение ценности компаний составило от 10 до 20%.

Косвенные издержки сопряжены также с уменьшением спроса на продукцию компании с длительным сроком использования. В [Hortaçsu et al., 2013] предпринята попытка оценить их на примере компаний — производителей автомобилей. Банкротство таких компаний приводит к невозможности ремонтных работ, неисполнению гарантийного обслуживания и др. Авторы исследовали цены на подержанные автомобили Ford и General Motors на оптовых аукционах в США в 2006–2008 гг. Была обнаружена значимая связь между величиной кредитных дефолтных спредов¹ (показателей риска несостоятельности) и снижением аукционных цен на автомобили. Согласно оценкам авторов, при росте кредитного дефолтного спреда на 100 базисных пунктов (на 1%) цена подержанных машин на аукционе снижается на 0,5%, причем эта связь усиливается при увеличении срока службы автомобиля. Вместе с тем совокупная ценность компании падает на 3,5%. Несмотря на то что уменьшение цены составляет только 0,5%, валовая прибыль сокращается на 12%, что является существенным для рассмотренных в исследовании компаний.

В табл. 4 приведены оценки издержек несостоятельности по результатам эмпирических исследований в рамках теории компромисса.

Проведенный обзор исследований позволяет сделать следующие выводы. Во-первых, полученные оценки величины издержек имеют большой разброс, а их сопоставление затруднительно из-за разной базы расчета (издержки выражаются либо через долю балансовой ценности активов, либо через капитализацию компании).

¹ Кредитный дефолтный спред (CDS) — разница между величиной платежа по кредитному деривативу по рассматриваемому инструменту и ставкой LIBOR. Чем больше эта разница, тем выше оценка риска дефолта инструмента, в данном случае облигаций Ford и General Motors.

Таблица 4. Количественные оценки издержек несостоятельности в рамках теории компромисса: анализ эмпирических работ

Виды издержек несостоятельности	Способ оценки издержек	Оценки величины издержек несостоятельности
1	2	3
Судебные затраты	Первичная информация (дела о банкротстве, раскрытие информации)	<p>1,4% от балансовой стоимости активов [LoPuki, Doherty, 2004] 1,85% от капитализации компании [Tashjian, Lease, McConnell, 1996] 2,5% от балансовой стоимости активов [Lubben, 2000] 2,5 и 1,9% от балансовой стоимости активов (медианные значения, для банкротств по главам 7 и 11 законодательства США о банкротстве соответственно) [Bris, Welch, Zhu, 2006] 3,1% от капитализации компании [Weiss, 1990] 3,6% от капитализации компании перед банкротством [Pham, Chow, 1989] 4% от балансовой стоимости активов [Wagner, 1977] 4% от балансовой стоимости активов (перед банкротством) для организаций торговли и 6,2% — для промышленности [Altman, 1984] 4,4% от балансовой стоимости активов, 14,6% от ценности компании (медиана 8,9 и 8,1% соответственно) [Bradbury, Lloyd, 1994] 6,1% (среднее) и 1,1% (медиана) от балансовой стоимости активов [Lawless, Ferris, 1997] 8,5% от балансовой стоимости активов [Campbell, 1997] 30% от балансовой стоимости прошедших LBO компаний [Citron, Wright, 2008] 42% (среднее) и 25% (медиана) от балансовой стоимости активов [Franks, Loran, 2013]</p>

Продолжение таблицы 4

1	2	3
Снижение ценности активов	Сопоставление ценности активов при предположении о продолжении деятельности (going concern value) и ликвидационной цены активов	Менее 1% от балансовой стоимости активов [Moeyen, 2007] 6,9% от балансовой стоимости активов (с помощью метода 2SLS+GMM) [Binsbergen, Graham, Yang, 2010] 59% — разница между ценностью активов при продолжении деятельности и при ликвидации компании [Robertson, Tress, 1985] 36,5% — разница между ценностью активов при продолжении деятельности и ликвидационной стоимостью активов [Alderson, Betker, 1995] 62 и 13% от балансовой стоимости активов (медианные значения, для банкротств по главам 7 и 11 соответственно) [Bris, Welch, Zhu, 2006]
	Оценка ожидаемой величины убытков по ценам облигаций	0,6% от капитализации для компаний с рейтингом AAA; 10% — для компаний с рейтингом B [Almeida, Philippon, 2007; Almeida, 2008] Как минимум 1,2% от капитализации для компаний с рейтингом AAA; 10% — для компаний с рейтингом B [Lally, 2010]
	Моделирование структуры капитала	8,4% от ценности активов [Hennessy, Whited, 2007] 24,6% (фактические издержки) и 44,5% (ожидаемые издержки) от ценности активов [Glover, 2016]

Окончание таблицы 4

1	2	3
Издержки финансовой неустойчивости	Разница между фактической прибылью в период финансовой неустойчивости и прогнозной прибылью (OLS модель и прогнозы аналитиков)	12,2% от капитализации компании перед банкротством для предприятий торговли и 23,7% — для промышленности [Altman, 1984] 13,4–18,7% от капитализации компании [Pham, Chow, 1989] 3,86% от капитализации компании [Kwansa, Cho, 1995]
	Разница между средней капитализацией до банкротства и непосредственно перед банкротством	78% от капитализации компании [Wagner, 1977] 10–20% от балансовой стоимости активов для компаний, прошедших LBO [Andrade, Kaplan, 1997] 63% в среднем; 87% — для компаний, ценные бумаги которых были выведены с рынка; 77% — для компаний, торги по ценным бумагам которых были приостановлены и позднее возобновлены; 28% — для компаний, ценных бумаги которых продолжали свободно обращаться на бирже [Yen, Yen, 2008]
	Разница между среднеотраслевой операционной прибылью и операционной прибылью финансово неустойчивых компаний	11% от операционной прибыли [Wijantini, 2007]
	Разница между темпами роста выручки несостоятельной компании и отрасли	3,7% от темпов роста выручки [Keasey, Pindado, Rodrigues, 2015]
	Снижение ценности активов (до банкротства)	До 3,1% от ценности активов [Elkamhi, Ericsson, Parsons, 2012]
Издержки преодоления несостоятельности	Снижение цены на продукцию длительного срока использования	0,5% — снижение цены продукции при росте CDS производителя на 1000 пунктов [Hortaçu et al., 2013]
	Моделирование структуры капитала	5,0% — от капитализации компании [Hennessy, Whited, 2007]

Во-вторых, в методологии оценки издержек несостоятельности имеется недостаток. В большинстве случаев косвенные издержки оцениваются как разница между фактической прибылью финансово неустойчивой компании и расчетной прибылью. В качестве расчетной прибыли используются: прогнозы аналитиков; средняя прибыль за предыдущие годы; оценки, полученные с помощью регрессионной модели, где независимыми переменными выступают факторы, определяющие прибыль. Однако разница между расчетной и фактической прибылью может быть вызвана не только несостоятельностью компании, но и другими причинами. Для доказательства того, что убытки связаны с несостоятельностью, требуется рассматривать каждый случай в отдельности. Так, в [Andrade, Kaplan, 1997] в выборку включены лишь те компании, проблемы которых были вызваны именно финансовыми причинами. При этом круг косвенных издержек слабо ограничен: исходя из определения, к ним относятся самые разные виды убытков, вызванных финансовой неустойчивостью. Кроме того, оценки издержек, в особенности косвенных, характеризуются значительным разбросом. Например, в исследовании [Tashjian, Lease, McConnell, 1996] косвенные издержки составляли от 0,33 до 12,74% (при средней — 1,85%) от балансовой стоимости активов.

Таким образом, существующая методология оценки косвенных издержек не позволяет оценить их величину в силу использования показателей выручки и прибыли. В этой связи целесообразно выделять не разные виды косвенных издержек, а разные факторы издержек финансовой неустойчивости.

НОВАЯ КЛАССИФИКАЦИЯ ИЗДЕРЖЕК НЕСОСТОЯТЕЛЬНОСТИ: АВТОРСКИЙ ПОДХОД

Необходимость разработки новой классификации издержек несостоятельности обусловлена тем, что общепринятой классификации присущ ряд проблем. Основная проблема — это противоречивость используемой терминологии. Теория компромисса в общепринятой классификации выделяет прямые издержки (иногда используется термин «издержки банкротства») и косвенные издержки. Представляется, что термин «издержки финансовой неустойчивости» в большей степени соответствует сущности косвенных издержек, поскольку он точнее описывает явление: исполнение обязательств при возникновении угрозы неисполнения обязательств в будущем. Еще одна проблема — употребление термина «банкротство», что делает классификацию зависимой от действующего законодательства, которое различается в разных странах. Например, банкротство согласно главе 7 Кодекса о банкротстве США означает ликвидацию компании, в то время как введенная в 1978 г. глава 11 — реструктуризацию компании, которая может и не завершиться ликвидацией. Глава 11 законодательства о банкротстве США примерно соответствует процедурам санации, финансового оздоровления и мирового соглашения, предусмотренного российским федеральным законом «О несостоятельности (банкротстве)», а глава 7 — процедуре конкурсного произ-

водства. Термин «банкротство» может ввести в заблуждение, его можно ошибочно истолковать исключительно как ликвидацию компании.

Балансовый подход к несостоятельности позволяет сформулировать ее более точное определение [Hotchkiss et al., 2008]. С точки зрения баланса организации существуют ликвидные и неликвидные активы, а также жесткие и мягкие финансовые обязательства. Под жестким финансовым обязательством понимается необходимость уплаты определенной суммы в определенный срок. Сторона по такому контракту имеет право обратиться в суд за защитой своих прав. Исходя из этого, несостоятельность можно определить как недостаточность ликвидных активов для исполнения жестких финансовых обязательств. Сходное определение присутствует в ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»: неплатежеспособность — это «прекращение исполнения должником части денежных обязательств или обязанностей по уплате обязательных платежей, вызванное недостаточностью денежных средств» [О несостоятельности (банкротстве), 2002, ст. 2]. Кроме того, существует другая проблема — игнорирование различий между интересами акционеров и кредиторов корпорации. Вместе с тем разные субъекты, имеющие разные интересы, оказывают неодинаковое влияние на компанию. Издержки ликвидации — это издержки кредиторов, а не акционеров. В ходе процедуры банкротства акционеры утрачивают права собственности, поскольку они получают остаточную ценность активов только после удовлетворения требований кредиторов. Таково правило абсолютного приоритета, которое соблюдается в большинстве юрисдикций.

На этот недостаток теории компромисса указывалось еще в первых исследованиях. В эмпирических работах величина прямых издержек (издержек банкротства) оценивалась в размере около 6% от балансовой стоимости активов, что считалось несущественным по сравнению с налоговыми выгодами [Miller, 1977; Warner, 1977; Altman, 1984]. Однако отмечалось, что уменьшение капитализации корпорации (снижение ценности компании в течение 5 лет до начала процедуры банкротства) составляло 80%. Очевидно, что такое снижение капитализации неприемлемо для акционеров, несмотря на то что издержки кредиторов составляют только 6% от ценности всей компании. В [Yen, Yen, 2008] также обращается внимание на этот недостаток теории компромисса. Авторы провели исследование капитализации публичных тайваньских компаний в 1998–2004 гг., которые стали финансово неустойчивыми. Согласно их данным, в среднем снижение капитализации достигло 63%. Для компаний, акции которых продолжали обращение на бирже, оно составило 27%, а для компаний, акции которых прошли процедуру делистинга или торги по которым были приостановлены, — 77–87%. Эти оценки совпадают с оценками исследования [Warner, 1977].

Игнорирование субъекта корпоративных отношений в теории компромисса, по-видимому, является «пережитком» теоремы Модильяни–Миллера, согласно которой менеджмент максимизирует совокупную ценность фирмы (как долга, так и собственного капитала), а противоречия между интересами кредиторов и акционеров отсутствуют.

Управление структурой капитала с исключительной опорой на прямые издержки или издержки банкротства маловероятно, даже если предположить, что менеджмент компании-должника действует только в интересах кредиторов. Неявная, но ключевая предпосылка теории компромисса сводится к тому, что издержки несостоятельности определяются структурой капитала. Однако они зависят не только от выбранной структуры капитала, но и от ряда других факторов.

Во-первых, издержки несостоятельности зависят от законодательства страны по вопросам банкротства. Согласно исследованию [Davydenko, Franks, 2005], во Франции, где права кредиторов менее защищены, чем в Великобритании и Германии, кредиторы предъявляют повышенные требования к залоговому имуществу в целях обеспечения своих прав. Во-вторых, они зависят от специфичности активов. Чем более специфичен актив, тем меньшую ценность он представляет за пределами фирмы. Соответственно, чем больше доля специфических активов корпорации, тем меньше средств могут получить кредиторы после банкротства. Во многих исследованиях (см., напр.: [Balakrishnan, Fox, 1993; Morellec, 2001; Vilasuso, Minkler, 2001; James, Kizilaslan, 2014; Keasey, Pindado, Rodrigues, 2015; James, 2016]) указывается на взаимосвязь доли специфических активов и структуры капитала. В-третьих, на издержки несостоятельности значительное влияние оказывает обеспеченность требований. В некоторых работах отмечается, что доля восстановленных требований по кредитам с обеспечением составляет 93–97%, в то время как по необеспеченным — 60% [Bris, Welch, Zhu, 2006]. Согласно [Bris, Welch, Zhu, 2006], по обязательствам, обеспеченным залогом, кредиторы получили в среднем 94% от своих требований (что совпадает с оценками прямых издержек в размере 4–6%), а по необеспеченным требованиям — лишь 59%.

Итак, из проведенного обзора следует, что в большинстве эмпирических работ рассматриваются преимущественно издержки банкротства (издержки кредиторов). Вместе с тем в ситуации, когда менеджмент предпринимает действия по преодолению несостоятельности, также возникают издержки (издержки акционеров). Однако общепринятая классификация не учитывает издержки преодоления несостоятельности. Но, как показывают исследования, они могут быть существенными по величине и важны для выбора структуры капитала. Игнорирование этих издержек может привести к выбору неоптимальной структуры капитала. Например, в 2009 г. в результате снижения цен на металлы компания РУСАЛ оказалась в затруднительном финансовом положении. Для предотвращения банкротства менеджмент корпорации провел реструктуризацию финансовых обязательств, включавшую обмен долга в размере 1,82 млрд долл. на акции и привлечение дополнительного акционерного финансирования на сумму 2,2 млрд долл. [United Company RUSAL Plc..., 2010, р. 53] Эти две сделки понизили долю контролирующего собственника с 53,35 до 47,59% [UC RUSAL Annual Report, 2009, р. 7, 100]. Кроме того, был рефинансирован кредит ВЭБа с помощью кредита Сбербанка РФ с гарантией в размере 2,25 млрд долл. под повышенную процентную ставку [United Company RUSAL Plc..., 2010, р. 67]. В результате менедж-

менту компании удалось предотвратить банкротство за счет размыwania доли собственности акционеров и привлечения дорогого финансирования. Еще одна металлургическая компания — корпорация «Северсталь» — также находилась в затруднительном финансовом положении, но для предотвращения несостоятельности она прибегла к продаже зарубежных активов. В 2014 г. компания продала практически все активы в США за 2024,4 млн долл. (за вычетом 385,3 млн долл., использованных для погашения долга), хотя, согласно годовой отчетности, за период, предшествовавший сделке по продаже, на приобретение зарубежных активов было направлено свыше 3 млрд долл. [ПАО «Северсталь»..., 2014, с. 57].

Как отмечалось выше, несостоятельность — это недостаточность денежных средств для исполнения жестких финансовых обязательств. Данную проблему можно решить с помощью продажи активов, увеличения мягких финансовых обязательств путем привлечения дополнительного акционерного финансирования или изменения жестких контрактов (реструктуризация долга). Один из способов пополнения денежных средств — продажа активов, однако, скорее всего, это произойдет на невыгодных условиях [Brown, James, Mooradian, 1994; Opler, Titman, 1994; Nishihara, Shibata, 2016]. Корпорации с большей долей нематериальных и специфических активов менее склонны к долгому финансированию, поскольку в случае банкротства акционеры теряют ценность, связанную со специфическими активами. Исследование рынка активов корпораций-банкротов в США продемонстрировало, что прибыльность компаний, действующих в той же отрасли, что и несостоятельные компании, и приобретающих такие активы, превышает среднюю [Jory, Madura, 2009]. Даже в случае возможности использования активов компаниями той же отрасли при процедуре банкротства они реализуются с существенным дисконтом, о чем свидетельствуют результаты модельных исследований [Gale, Gottardi, 2015].

Нам известна только одна работа, в которой ставится под сомнение наличие убытков при продаже активов: в [Ang, Mauck, 2016] продемонстрировано, что при распространении информации о продаже активов цены акций финансово неустойчивых компаний растут. Данное эмпирическое наблюдение может объясняться реакцией фондового рынка на сообщение о преодолении риска банкротства компании: несмотря на то что активы продаются в убыток, цены акций компаний растут на ожиданиях преодоления кризиса. Это может позволить сохранить компанию. Если несостоятельная компания не продаст активы, то она может обанкротиться, а акции обесценятся.

Реструктуризация финансовых контрактов также является способом преодоления несостоятельности. Она предполагает замену действующих кредитных обязательств новыми, в которых продлевается срок выплаты платежей или уменьшается их размер. Такая реструктуризация часто сопровождается обменом долга на акции на условиях, невыгодных акционерам, размыwанием их собственности. В ряде работ [Detragiache, 1995; Hennessy, Whited, 2007] рассматриваются убытки акционеров при обмене долга на акции. При возникновении риска несостоятель-

ности собственники компании могут пойти на обмен части долга на акции, но это может привести к утрате корпоративного контроля. Такие издержки возникают из-за информационной асимметрии между кредиторами и акционерами относительно перспектив развития компании: акционерам приходится обменивать акции на долги по меньшей цене, чем в случае полной осведомленности кредиторов. Дополнительные уступки кредиторам со стороны акционеров служат сигналом о будущих перспективах компании.

Одним из способов преодоления несостоятельности выступает и привлечение дополнительного капитала, которое, как правило, происходит на невыгодных условиях для собственников. Вследствие низкой оценки активов фирмы и риска банкротства оно сопряжено с издержками. В [Hennessy, Whited, 2007] проанализированы издержки привлечения капитала в случае несостоятельности компании для исполнения обязательств. На основе данных по американским компаниям за 1988–2003 гг. авторы привели свои оценки величины издержек: издержки привлечения капитала составили 5–11%, а прямые издержки — 8–15% от балансовой величины долга.

Еще один вид издержек — утрата налоговой выгоды при ликвидации организации [Ross, 2005; Nejadmalayeri, Singh, 2012]. Упущенная выгода заключается в том, что налоговое законодательство (как в США, так и в России) разрешает переносить убытки прошлых лет на будущие налоговые периоды. Согласно российскому налоговому законодательству (ст. 283 Налогового кодекса РФ) плательщики налога на прибыль организаций вправе переносить убытки на будущее. Если организация ликвидируется, то данное право утрачивается, в связи с чем кредиторы заинтересованы в сохранении юридического лица. Эти издержки тем больше, чем больше убытки компании за прошлые годы.

Авторы работы [Nejadmalayeri, Singh, 2012] исследовали связь между корпоративным налогообложением и процентными ставками по корпоративным облигациям. Было обнаружено, что налоговые льготы положительно взаимосвязаны со снижением кредитных спредов корпоративных облигаций (разницы между доходностью по корпоративным и казначейским облигациям). Следовательно, кредиторы рассматривают утрату налоговой выгоды как существенный фактор при установлении величины ставки по кредиту.

Необходимо отметить, что применение процедур реструктуризации в рамках банкротства в российской практике ограничено. Например, согласно статистике рассмотрения дел о банкротстве российскими арбитражными судами, в 2010 г. было принято 33 270 заявлений о банкротстве, а в 2013 г. — 27 351 [Сведения о рассмотрении...]. Процедура финансового оздоровления в 2010–2013 гг. применялась не более чем в 100, а процедура мирового соглашения — не более чем в 600 случаях.

На основе проведенного анализа разработана новая классификация издержек несостоятельности, представленная в табл. 5. В ней предпринята попытка устранить недостатки общепринятой классификации.

Таблица 5. Новая классификация издержек несостоятельности: авторский подход

Субъект корпоративных отношений	Группы издержек	Виды издержек	Способы оценки издержек
Акционеры	Издержки финансовой неустойчивости (косвенные издержки)	Убытки компаний вследствие разных причин: сокращение спроса на продукцию, рост стоимости финансирования, утрата деловой репутации	Сопоставление фактического значения показателя (капитализация, выручка, чистая прибыль, операционный денежный поток) и расчетного (прогнозы, многофакторная модель, среднеотраслевые значения)
	Издержки преодоления несостоятельности (реструктуризации)	Убытки при продаже активов Издержки реструктуризации долга Издержки привлечения дополнительного акционерного финансирования Убытки при обмене долга на акции	Моделирование структуры капитала
		Судебные затраты (в случае реструктуризации)	Материалы дел о банкротстве, корпоративная отчетность
Кредиторы	Издержки ликвидации (прямые издержки)	Судебные затраты (в случае ликвидации)	Материалы дел о банкротстве, корпоративная отчетность
		Снижение ценности активов вследствие прекращения деятельности Утрата права на перенос убытков на будущее	Сопоставление ценности активов при предположении о продолжении деятельности и ликвидационной цены активов Оценка ожидаемой величины убытков по ценам облигаций Моделирование структуры капитала
		Незаконный вывод активов	—

Итак, в существующую классификацию издержек (табл. 1) внесены следующие ключевые изменения:

- ♦ издержки сгруппированы по субъекту корпоративных отношений, к которым они относятся (акционеры, кредиторы), в рамках трех последовательных стадий: финансовая неустойчивость, реструктуризация, ликвидация;
- ♦ добавлена группа издержек преодоления несостоятельности (реструктуризации), а также способы оценки некоторых их видов;
- ♦ уточнена терминология: используются термины «реструктуризация» и «ликвидация», а не «банкротство»; термин «косвенные издержки» заменен на «издержки финансовой неустойчивости».

Кроме того, в предложенной классификации издержки преодоления несостоятельности (реструктуризации) разделены по способам ее преодоления: продажа активов, реструктуризация долга, обмен долга на акции и привлечение дополнительного акционерного капитала. В нее также включены основные способы оценки соответствующих издержек. Этот результат имеет практическое значение, поскольку литература по структуре капитала обходила молчанием вопрос об оценке издержек несостоятельности.

Наконец, издержки финансовой неустойчивости представлены как один вид — убытки компаний в силу разных причин, а не как группа различных издержек в общепринятой классификации (сокращение доли рынка, потеря репутации и др.).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Оценки издержек необходимы менеджменту при принятии решений о структуре капитала корпорации и способах преодоления несостоятельности. Ошибки при выборе структуры капитала могут привести к финансовой неустойчивости, несостоятельности или ликвидации компании. Согласно теории компромисса, каждая структура капитала характеризуется налоговыми выгодами и издержками. Задача менеджмента заключается в выборе оптимальной структуры, в которой налоговые выгоды соответствуют издержкам. Ее решение требует разработки методов оценки издержек несостоятельности.

В общепринятой классификации издержки разделяются на прямые и косвенные. Эта классификация не включает издержки преодоления несостоятельности (реструктуризации), которые возникают при продаже активов компании, привлечении дополнительного долгового и акционерного финансирования. Отсутствие этих издержек объясняется тем, что ключевым понятием в общепринятой классификации является банкротство, а не несостоятельность. В этом заключается другая проблема классической классификации, поскольку банкротство является юридической процедурой, зависит от местного законодательства и не учитыва-

ет некоторые издержки. В последнее время большинство исследований издержек сфокусировано на несостоятельности.

Как правило, в работах в качестве издержек рассматривались судебные затраты и недостаточность имущества компании для удовлетворения требований кредиторов в полном объеме. Однако эти издержки зависят не от структуры капитала, а от специфичности активов и от обеспеченности требований кредиторов, а значит, они не являются релевантными при выборе структуры капитала.

Несостоятельность завершается либо реструктуризацией обязательств (в рамках процедуры банкротства или без нее), либо ликвидацией компании. В зависимости от исхода субъекты корпоративных отношений (акционеры и кредиторы) несут разные издержки. В общепринятой классификации данный аспект упускается, что затрудняет интерпретацию результатов в части того, к какому субъекту корпоративных отношений относятся издержки.

В статье разработана новая классификация издержек с целью устранения выявленных проблем. В данной классификации учтены субъекты корпоративных отношений, издержки преодоления несостоятельности, уточнена терминология и обобщены способы оценки по видам издержек несостоятельности. Этот результат имеет практическое значение, поскольку для принятия решения о структуре капитала требуются оценки величины издержек.

Необходимо подчеркнуть, что в литературе по структуре капитала отмечается важность издержек несостоятельности, однако методам их оценки уделяется недостаточное внимание. Перспективным направлением дальнейших исследований представляется разработка моделей для оценки издержек при разных способах преодоления несостоятельности и выборе того из них, который сопряжен с наименьшими издержками.

Литература

- Бобылёва А. З. 2003. Методологические основы управления организациями в кризисной ситуации. *Государственное управление. Электронный вестник* (1): 1–14.
- Львова О. А. 2012. Виды банкротства в современных условиях. *Государственное управление. Электронный вестник* (30): 1–23.
- О несостоятельности (банкротстве). Федеральный закон РФ от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ. ПАО «Северсталь» и его дочерние предприятия: консолидированная финансовая отчетность за годы, закончившиеся 31 декабря 2014, 2013 и 2012. URL: https://www.severstal.com/files/11202/usd/_Severstal_FS_31122014_Rus_Clean.pdf (дата обращения: 20.11.2016).
- Сведения о рассмотрении арбитражными судами Российской Федерации дел о несостоятельности (банкротстве) в 2010–2013 гг. URL: http://www.arbitr.ru/_upimg/A0397A1AFD76C6B4E3082E213B98BB5D_11.pdf (дата обращения: 20.12.2016).
- Agliardi E., Amel-Zadeh A., Koussis N. 2016. Leverage changes and growth options in mergers and acquisitions. *Journal of Empirical Finance*. 37: 37–58.
- Alderson M. J., Betker B. L. 1995. Liquidation costs and capital structure. *Journal of Financial Economics* 39 (1): 45–69.
- Ang J., Mauck N. 2011. Fire sales acquisitions: myth vs. reality. *Journal of Banking and Finance* 35 (3): 532–543.

- Andrade G., Kaplan S. N. 1998. How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *Journal of Finance* **53** (3): 1443–1493
- Almeida H. 2008. Estimating risk-adjusted costs of financial distress. *Journal of Applied Corporate Finance* **20** (4): 104–110.
- Almeida H., Philippon T. 2007. The risk-adjusted cost of financial distress. *Journal of Finance* **62** (6): 2557–2586.
- Altman E. A. 1984. Further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *Journal of Finance* **39** (4): 1067–1089.
- Balakrishnan S., Fox I. 1993. Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. *Strategic Management Journal* **14** (1): 3–16.
- Binsbergen J. H., Graham J. R., Yang J. 2010. The cost of debt. *Journal of Finance* **65** (6): 2089–2136.
- Bradbury M. E., Lloyd S. 1994. An estimate of the direct costs of bankruptcy in New Zealand. *Asia Pacific Journal of Management* **11** (1): 103–111.
- Bris A., Welch I., Zhu N. 2006. The costs of bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization. *Journal of Finance* **61** (3): 1253–1303.
- Brown D. T., James C. M., Mooradian R. M. 1994. Asset sales by financially distressed firms. *Journal of Corporate Finance* **1** (2): 233–257.
- Campbell S. V. 1997. An investigation of the direct bankruptcy reorganization for closely held firms. *Journal of Small Business Management* **35** (3): 21–29.
- Christensen P. O., Flor C. R., Lando D., Miltersen K. R. 2014. Dynamic capital structure with callable debt renegotiations. *Journal of Corporate Finance* **29**: 644–661.
- Correia R., Población J. 2015. A structural model with explicit distress. *Journal of Banking and Finance* **58**: 112–130.
- Citron D., Wright M. 2008. Bankruptcy costs, leverage and multiple secured creditors: The case of management buy-outs. *Accounting and Business Research*. **38** (1): 71–89.
- Dannis A., Retzl D. A., Whited T. M. 2014. Refinancing, profitability and capital structure. *Journal of Financial Economics* **114** (3): 424–443.
- Davydenko S. A., Franks J. R. 2005. Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany and the UK. *Journal of Finance* **63** (2): 565–608.
- Detragiache E. 1995. Adverse selection and the costs of financial distress. *Journal of Corporate Finance* **1** (3–4): 347–365.
- Dudley E. 2012. Capital structure and large investment projects. *Journal of Corporate Finance* **18** (5): 1168–1192.
- Elkamhi R., Ericsson J., Parsons C. A. 2012. The cost and timing of financial distress. *Journal of Financial Economics* **105** (1): 62–81.
- Elliot R. J., Shen J. 2015. Dynamic optimal capital structure with regime switching. *Annals of Finance* **11** (2): 199–220.
- Frank M. Z., Goyal V. K. 2007. Trade-off and pecking order theories of debt. In: B. E. Eckbo (ed.). *Handbook of Empirical Corporate Finance SET*. Vol. 1. Amsterdam: Elsevier; 135–202.
- Franks J., Lorch G. 2013. A study of bankruptcy costs and allocation of control. *Review of Finance* **18** (3): 961–997.
- Gale D., Gottardi P. 2015. Capital structure, investment and fire sales. *Review of Financial Studies* **28** (9): 2501–2533.
- Glover B. 2016. The expected cost of default. *Journal of Financial Economics* **119** (2): 284–299.
- Gryglewicz S. A. 2011. Theory of corporate financial decisions with liquidity and solvency concerns. *Journal of Financial Economics* **99** (2): 365–384.
- Hackbarth D., Hennessy C. A., Leland H. E. 2007. Can the trade-off theory explain debt structure? *Review of Financial Studies* **20** (5): 1389–1428.
- Harford J., Klasa S., Walcott N. 2009. Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions. *Journal of Financial Economics* **93** (1): 1–14.

- Hennessey C. A., Whited T. M. 2007. How costly is external financing? Evidence from a structural estimation. *Journal of Finance* **62** (4): 1705–1745.
- Hortaçsu A., Matvos G., Syverson Ch., Venkataraman S. 2013. Indirect costs of financial distress in durable goods industries: The case of auto manufactures. *Review of Financial Studies* **26** (5): 1248–1290.
- Hotchkiss E. S., Kose J., Thorburn K. S., Mooradian R. M. 2008. Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress. URL: <https://ssrn.com/abstract=1086942> (accessed: 30.04.2017).
- James S. D. 2016. Strategic bankruptcy: A stakeholder management perspective. *Journal of Business Research* **69** (2): 492–499.
- James C., Kizilaslan A. 2014. Asset specificity, industry-driven recovery, and loan pricing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* **49** (3): 599–631.
- Jory S. R., Madura J. 2009. Acquisitions of bankrupt assets. *Quarterly Review of Economics and Finance* **49** (3): 748–759.
- Kalaba R., Langetieg T., Rasakhoo N., Weinstein M. 1984. Estimation of implicit bankruptcy costs. *Journal of Finance* **39** (3): 629–642.
- Karpavicius S. 2014. The cost of capital and optimal financing policy in dynamic setting. *Journal of Banking and Finance* **48** (November): 42–56.
- Keasey K., Pindado J., Rodrigues L. 2015. The determinants of the costs of financial distress in SMEs. *International Small Business Journal* **33** (8): 862–881.
- Kozioł C. 2014. A simple correction of the WACC discount rate for default risk and bankruptcy costs. *Review of Quantitative Finance and Accounting* **42** (4): 653–666.
- Kraus A., Litzenberg R. H. 1973. A state preference model of optimal capital structure. *Journal of Finance* **28** (4): 911–922.
- Kwansa F. A., Cho M.-H. 1995. Bankruptcy costs and capital structure: the significance of indirect costs. *International Journal of Hospitality Management* **14** (3/4): 339–350.
- Lally M. 2010. The risk-adjusted costs of financial distress: A comment. *Applied Economic Letters* **17** (16): 1611–1613.
- Lawless R. M., Ferris S. P. 1997. Professional fees and other direct costs in Chapter 7 Business Liquidations. *Washington University Law Quarterly* **75** (3): 1207–1236.
- Leland H. E. 1994. Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure. *Journal of Finance* **49** (4): 1213–1252.
- LoPuki L. M., Doherty J. W. 2004. The determinants of professional fees in large bankruptcy reorganization cases. *Journal of Empirical Legal Studies* **1** (1): 111–141.
- Lubben S. J. 2000. The direct costs of corporate reorganization: An empirical investigation of professional fees in large Chapter 11 cases. *American Bankruptcy Law Journal* **74** (4): 508–552.
- Miao J. 2005. Optimal capital structure and industry dynamics. *Journal of Finance* **60** (6): 2621–2659.
- Miller M. H. 1977. Debt and taxes. *Journal of Finance* **32** (2): 261–275.
- Modigliani F., Miller M. H. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* **48** (3): 261–297.
- Modigliani F., Miller M. H. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review* **53** (3): 433–443.
- Morellec E. 2001. Asset liquidity, capital structure and secured debt. *Journal of Financial Economics* **61** (2): 173–206.
- Moyen N. 2007. How big is the debt overhang problem? *Journal of Economic Dynamics & Control* **31** (2): 433–472.
- Myers S. C., Majluf N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* **13** (2): 187–221.
- Nejadmalayeri A., Singh M. 2012. Corporate taxes, strategic default and the cost of debt. *Journal of Banking and Finance* **36** (11): 2900–2916.
- Nishihara M., Shibata T. 2016. Asset sale, debt restructuring and liquidation. *Journal of Economic Dynamics and Control* **67** (June): 73–92.

- Nivorozhkin E. 2005a. Market discipline of subordinated debt in banking: The case of costly bankruptcy. *European Journal of Operational Research* **161** (2): 364–376.
- Nivorozhkin E. 2005b. The informational content of subordinated debt and equity prices in the presence of bankruptcy costs. *European Journal of Operational Research* **163** (1): 94–101.
- Opler T. C., Titman S. 1994. Financial distress and corporate performance. *Journal of Finance* **49** (3): 1015–1040.
- Pham T., Chow D. 1989. Some estimates of direct and indirect bankruptcy costs in Australia: September 1978 — May 1983. *Australian Journal of Management*. **14** (1): 75–96.
- Robertson D. K., Tress R. B. 1985. Bankruptcy costs: Evidence from small-firm liquidations. *Australian Journal of Management* **10** (1): 49–60.
- Ross S. A. 2005. Capital structure and the cost of capital. *Journal of Applied Finance* **15** (1) 5–23.
- Sundareshan S., Wang N., Yang J. 2014. Dynamic investment, capital structure, and debt overhang. *Review of Corporate Finance Studies* **4** (1): 1–42.
- Tashjian E., Lease R. C., McConnell J. J. 1996. Prepacks: An empirical analysis of prepackaged bankruptcies. *Journal of Financial Economics* **40** (1): 135–162.
- Titman S., Tsyplakov S. A. 2007. Dynamic model of optimal capital structure. *Review of Finance* **11** (3): 401–451.
- Tsyplakov S. 2008. Investment frictions and leverage dynamics. *Journal of Financial Economics* **89** (3): 423–443.
- Uhrig-Homburg M. 2005. Cash-flow shortage as an endogenous bankruptcy reason. *Journal of Banking and Finance* **29** (6): 1509–1534.
- United Company RUSAL Plc (formerly United Company RUSAL Limited) Consolidated Financial Statements for the year ended 31 December 2010. URL: <http://www.rusal.ru/upload/iblock/acd/pdf2.pdf> (accessed: 20.11.2016).
- UC RUSAL Annual Report, 2009. URL: http://www.rusal.ru/upload/iblock/6c4/Annual_Report_2009_eng.pdf (accessed: 20.11.2016).
- Vilasuso J., Minkler A. 2001. Agency costs, asset specificity, and the capital structure. *Journal of Economic Behavior and Organization* **44** (1): 55–69.
- Warner J. B. 1977. Bankruptcy costs: Some evidence. *Journal of Finance* **32** (2): 337–347.
- Weiss L. A. 1990. Bankruptcy resolution. Direct costs and violation of priority claims. *Journal of Financial Economics* **27** (2): 285–314.
- Wijantini W. 2007. The indirect costs of financial distress in Indonesia. *Gadjah Mada International Journal of Business*. **9** (2): 157–186.
- Xiang H., Yang. Z. 2015. Investment timing and capital structure with loan guarantees. *Finance Research Letters* **13** (May): 179–187.
- Yen G., Yen E. 2008. Estimates of financial distress costs revisited: Evidence from TSE-listed firms. *Atlantic Economic Journal* **36** (1): 121–123.

Russian language references translated into English

- Bobyleva A. Z. 2003. Metodologicheskie osnovy upravleniia organizatsiiami v krizisnoi situatsii [Organizations management methodological bases in crisis situations]. *Gosudarstvennoe upravlenie. Elektronnyi vestnik* (1): 1–14 (In Russian).
- L'vova O. A. 2012. Vidy bankrotstva v sovremennykh usloviakh [Bankruptcy types in modern economy]. *Gosudarstvennoe upravlenie. Elektronnyi vestnik* (30): 1–23 (In Russian).
- O nesostoiateľnosti (bankrotstve). Federal'nyi zakon RF ot 26 oktiabria 2002 g. № 127-FZ [On Insolvency (Bankruptcy). Federal Law of the Russian Federation, October 26, 2002, no. 127-FZ]. (In Russian)
- PAO «Severstal'» i ego dochernie predpriiatiia: konsolidirovannaia finansovaia otchetnost' za gody, zakonchivshiesia 31 dekabria 2014, 2013 i 2012 [PJSC Severstal and its subsidiaries: Consolidated financial report for the years ended December 31, 2014, 2013, and 2012]. URL: <https://www.>

severstal.com/files/11202/usd/_Severstal_FS_31122014_Rus_Clean.pdf (accessed: 20.11.2016). (In Russian)

Svedeniia o rassmotrenii arbitrazhnykh sudami Rossiiskoi Federatsii del o nesostoiatel'nosti (bankrotstve) v 2010–2013 gg. [Information on the consideration by arbitration courts of the Russian Federation of cases of insolvency (bankruptcy) in 2010–2013]. URL: http://www.arbitr.ru/_upimg/A0397A1AFD76C6B4E3082E213B98BB5D_11.pdf (accessed: 20.12.2016). (In Russian)

Для цитирования: Фомин М. В. Издержки несостоятельности компаний: виды и способы оценки // Вестник СПбГУ. Менеджмент. 2017. Т. 16. Вып. 2. С. 215–241. DOI: 10.21638/11701/spbu08.2017.202.

For citation: Fomin M. V. Costs of insolvency: Types and estimation approaches. *Vestnik of Saint Petersburg University. Management*, 2017, vol. 16, issue 2, pp. 215–241. DOI: 10.21638/11701/spbu08.2017.202.

Статья поступила в редакцию 21 декабря 2016 г.; принята к печати 19 апреля 2017 г.

Контактная информация

Фомин Максим Владимирович — аспирант; st021766@student.spbu.ru

Fomin Maksim V. — PhD Student; st021766@student.spbu.ru